

Quartalsbericht

Für die Zeit vom 1. April bis 30. Juni 2014



POLLEIT & RIECHERT
Investment Management

16. Juli 2014

Sehr verehrte Investorinnen,
sehr geehrte Investoren,

wir freuen uns, Ihnen den zweiten Quartalsbericht für das Jahr 2014 zu überreichen.

Zum Quartalsende stand der NAV unseres Fonds bei Euro 101,66. Im laufenden Jahr hat unser Fonds (nach Gebühren) eine Wertminderung von 4,64 Prozent erlitten. Zum Vergleich: MSCI World (Euro) +7,05 Prozent, Gold (Euro) +9,79 Prozent. In unserem Memo vom 8. Mai 2014 haben wir erläutert, warum der Fondspreis gefallen ist.

Der P&R REAL VALUE hält zum Quartalsende 81,1 Prozent in Aktien, 8,5 Prozent in Zertifikaten und Fonds mit direkter Anbindung an Gold sowie 10,4 Prozent in Cash. Wir halten 13 langfristige Investments in Unternehmen, ein Investment in einer Spinoff-Spezialsituation (1,6 Prozent) sowie ein Basket von fünf Goldminenwerten (4,6 Prozent). Bezogen auf das Gesamtportfolio sind 49,8 Prozent in US-Dollar-Werten investiert, 28,0 Prozent in Britischen-Pfund-Werten und 3,3 Prozent in Kanadischen-Dollar-Werten. Die Größe des Fonds betrug Ende Juni 12,3 Mio. Euro.

In den vergangenen drei Monaten haben wir die meiste Zeit mit Lesen, Reisen, Analysieren – und vor allem auch Abwarten verbracht. Wir haben dadurch neue Erkenntnisse gewonnen – und nur kleine Änderungen im Portfolio vorgenommen. Beides wollen wir Ihnen im Folgenden erläutern.

Besuche bei Regional Management und Credit Acceptance

Matthias Riechert besuchte den Finanzvorstand von Regional Management in der Zentrale in South Carolina, USA, und sprach dabei auch mit lokalen Managern der Firma in mehreren Filialen.

Regional Management vergibt Konsumentenkredite an Haushalte im unteren Einkommenssegment und hat sich seit 1987 erfolgreich in diesem Risikosektor etabliert. In den letzten Monaten hatte sich der Aktienkurs stark verbilligt (siehe unser Memo vom 8. Mai. 2014).

Auf den ersten Blick erscheint das Geschäftsmodell von Regional Management risikoreich, zumal es kaum Markteintrittsbarrieren gibt. Allerdings entsteht über den Zeitablauf eine sehr starke Kundenbindung. Und das funktioniert so: Ein Neukunde erhält einen Kredit, den er in gleichen Raten zurückzahlen muss. Sobald er einen Teil getilgt hat, kann er den ursprünglichen Kreditrahmen erneut in Anspruch nehmen – ähnlich wie bei einer Kreditkarte. Viele Kunden machen hiervon Gebrauch, ohne jedes Mal Konkurrenzangebote einzuholen. Dies führt zu stabilen, wiederkehrenden Umsätzen, die aktuell etwa 50 Prozent des Geschäftsvolumens ausmachen – Tendenz steigend.

Mit guter administrativer Struktur, Kostenbewusstsein und viel Disziplin ist dieses Modell skalierbar (siehe Box). Genau das ist der Plan des Managements. Mit Investments in IT, neuen Filialen und einer neuen Aufsichtsrats-Zusammensetzung stehen die Zeichen in der Firma auf Wachstum.

Wie auch bei anderen Unternehmen kann das Wachstum jedoch holprig verlaufen. So stellte das Management im letzten Jahr zu wenig Mitarbeiter im Verhältnis zum Kundenwachstum ein, was zu Kapazitätsproblemen im Bereich „Collections“ führte. Das Problem ist mittlerweile behoben, aber die Folgen sind noch in diesem Jahr sichtbar in Form von erhöhten Kreditabschreibungen.

Wir glauben, dass Regional Management am Anfang einer langen Wachstumsperiode steht. Das Verhältnis von Risiko zum Return ist nach dem Kursrückgang attraktiv. Wir bleiben daher investiert und beobachten die Entwicklung. Sollte der Plan aufgehen, kann Regional Management in fünf Jahren zwei bis dreimal so viel wert sein wie heute.

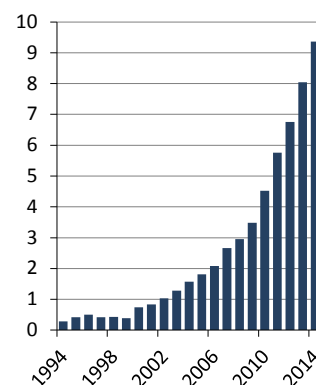
Die USA-Reise haben wir auch für den Besuch bei Credit Acceptance und einigen Autohändlern genutzt. Aus Gesprächen erfuhren wir hier, dass mittlerweile soviel Kapital in Autofinanzierungen drängt, dass die Risikoprämien niedriger sind als in den Jahren bis 2007! Wir spekulieren zwar nicht auf einen bestimmten Auslöser für eine Korrektur, aber es scheint uns nur eine Frage der Zeit zu sein, bis nach der Flut auch mal wieder eine Ebbe eintritt und die Wettbewerbssituation bereinigt.

Credit Acceptance ist für diesen Fall bestens aufgestellt. Wir kennen keine bessere Firma, die mit vergleichbar hohen Eigenkapitalrenditen in unterschiedlichen Wettbewerbs- und Kreditzyklen wachsen kann.

Portfolio Veränderungen

Das Goldminen-Basket haben wir neu gewichtet und ergänzt durch Sandstorm Gold. Das Unternehmen hat ein Royalty-Geschäftsmodell und funktioniert wie eine Option auf steigende Goldpreise. Aufgrund der zwei-

Vorbild: Word Acceptance Corp.
Gewinn pro Aktie



Quelle: Capital IQ.

World Acceptance konnte mit einem ähnlichen Geschäftsmodell in den letzten 20 Jahren stetig wachsen. Umsatz +13%, EPS +19% CAGR.

jährigen Goldpreis-Baisse ist mittlerweile auch das Verhältnis vom Preis zu den prognostizierten Cashflows interessant. Präzise Bewertungen sind bei Minenprojekten aufgrund der vielen Variablen sehr schwierig. Aus diesem Grund streuen wir das Risiko und setzen mit operativem Leverage weiter auf einen langfristig steigenden Goldpreis.

Im zweiten Quartal haben wir unsere Position in EZCorp verkauft. Beim Einstieg erschien uns die Firma als ein hässliches Entlein – aber unglaublich preisgünstig. Seitdem verlief die wirtschaftliche Entwicklung aufgrund vieler Faktoren enttäuschend, so dass wir uns dazu entschieden haben, die Reißleine zu ziehen. Der Verlust kostete uns etwa 1,9 Prozentpunkte an Fondsperformance. Wir verbuchen dies als lehrreiche, aber schmerzhaft Erfahrung und nehmen zur Kenntnis, dass Warren Buffett wieder einmal recht behält: *„It is far better to buy a good business at a fair price than a fair business at a great price.“*

Civeo ist ein Spinoff. Spinoffs sind Abspaltungen von Unternehmen und kommen ohne Analysten-Roadshow, Marketing und anderen Preistreibern an die Börse. Ab und an eröffnen sich daher gute Gelegenheiten für Schnäppchen. Nach einigem Durchforsten von Prospekt und Geschäftsberichten erschien uns die erste Börsennotiz von Civeo zu billig und wir haben eine kleine Position zu 23,50 US-Dollar gekauft. Ende Juni kostete die Aktie 25,03 US-Dollar.

Makro-Thema: „Keep it going“

Die amerikanische Geldpolitik setzt auf „weiter so“: Tiefe Zinsen und das Anwachsen der Kredit- und Geldmengen sollen die Konjunkturen und die Finanzmärkte antreiben. Das zeigt Wirkung: Die Kreditvergabe der US-Banken ist wieder in Gang gekommen – die vor allem durch Schuldenwachstum angetriebenen Volkswirtschaft wächst.

Die Bilanzsumme des US-Bankensektors schwillt wieder an im Verhältnis zum Volkseinkommen. In der Vergangenheit war das verbunden mit „Vermögenspreisinflation“. Insbesondere die Aktienmärkte konnten davon profitieren: Unter (großen) Schwankungen spülte das Anwachsen der Liquidität die Aktienkurse in die Höhe.

Mehr denn je ist die US-Wirtschaft – und damit indirekt auch alle anderen Wirtschafts- und Währungsräume der Welt – abhängig von der Fortdauer tiefer Zinsen. Eine wirkliche Abkehr von der Tiefzinspolitik, eine Rückkehr zu „normalen Zinsen“, liegt in weiter Ferne, so denken wir. Daran sollte das anvisierte Ende der „QE-Politik“ im Oktober dieses Jahres nichts ändern (siehe unser Memo „Einmal QE, immer QE“ vom 21. Mai 2014).

Im Euroraum geht die Monetisierung der Schulden nicht so schnell von staten, wie wir gedacht hatten. Das mag der Grund sein, warum der Euro auch noch keine wirkliche Schwäche gegenüber dem US-Dollar zeigt. Es bedarf vermutlich erst weiterer Schritte – wie zum Beispiel Staatsanleihekäufe durch die Europäische Zentralbank (EZB) –, damit der Euro-Wechselkurs auf einen Abwertungspfad einschwenkt.

Das wird wohl auch so kommen. In der EZB-Geldpolitik setzt sich das amerikanische Motto „Keep it going“ immer stärker durch. Nicht ohne Grund: Ohne das Ausweiten der Geldmenge wird sich der Euroraum nicht zusammenhalten lassen. Damit ist das Szenario eines *japanischen Zinsumfeldes* im Euroraum möglich: Die Renditen von deutschen zehnjährigen Staatsanleihen und anderer Euro-Schuldnerländer, die unter ein Prozent fallen.

Blindflug

Die Kreditausfallsorgen auf den Finanzmärkten schwinden drastisch – die Aufschläge sind nicht nur bei *Asset backed securities* auf Autokrediten wieder niedriger als vor Ausbruch der Krise in 2007! Das hat nicht nur mit der verbesserten Konjunkturlage zu tun. Es ist insbesondere auf die Zentralbankpolitiken zurückzuführen: Die Finanzmarktakteure rechnen damit, dass die Zentralbanken die Notenpresse anwerfen, um politisch unliebsame Zahlungsausfälle von Staaten und Banken abzuwehren.

Solange die Zentralbanken nach dem Motto „keep it going“ handeln, wird diese Einschätzung richtig sein. Zusätzlich zu den Niedrigzinsen der Zentralbanken wird das Verschwinden das Auflösen der Kreditprämien zu einer Verzerrung des Preisgeschehens beitragen, nicht nur auf den Finanzmärkten, sondern in den Volkswirtschaften insgesamt.

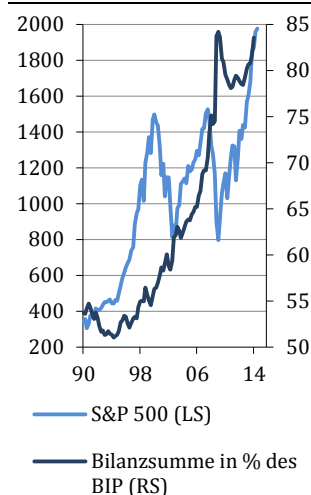
Zum Beispiel inflationieren die extrem niedrig gedrückten Zinsen die Finanzmarktpreise. Die Barwerte von Kreditpapieren wie Staats-, Unternehmens- und Bankschuldverschreibungen werden aufgebläht. Gleiches gilt auch für die Marktpreise von Häusern, Grundstücken, Aktien sowie Aktien- und Rentenderivativen.

Die Volkswirtschaften geraten dadurch in einen Blindflug: Die Preise geben nicht mehr die richtigen Knappheitssignale. Das macht es für Investoren und Unternehmen zusehends schwierig, fundierte Entscheidungen zu treffen.

Insbesondere ergeben sich Problemen bei der Bewertung von Geschäftsmodellen, deren Erträge weit in der Zukunft liegen. Hier hat die richtige (oder falsche) Wahl des Diskontierungszinses einen großen Einfluss auf die Bewertung. Beispiele sind High-Tech und Bio-Tech, die durch künstlich tiefe Zinsen in die Höhe befördert werden: Der Anreiz steigt, knappe Ressourcen

US-Banken wieder auf Expansionskurs

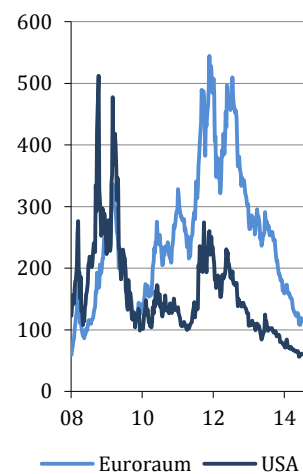
S&P 500 und Bankbilanz in % des Bruttoinlandsproduktes (BIP)



Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen.

Kreditausfallsorgen schwinden

CDS Banken, 5 Jahre, Bp



Quelle: Thomson Financial.

in Produktionswege zu investieren, deren Erträge erst in weiterer Zukunft zu erwarten sind, weil der Zeitwert des Kapitals unerheblich erscheint.

Angesichts dieser Einsicht sollte man sich also auch nicht von den jüngsten konjunkturellen Besserungszeichen blenden lassen. Denn wo Licht ist, ist auch Schatten: Es sind Entwicklungen im Gange, die Fehlentwicklungen mit sich bringen, und die sich in neuerlichen Problemen entladen werden.

In kurzer Frist ist zwar kein akuter Unruheherd auszumachen. Wir bleiben jedoch wachsam, Ausmaß und Dauer der aktuellen Konjunkturerholung abzuschätzen – vor allem, weil ein Eintrüben der Wirtschaftslage mit noch mehr Geldmengenvermehrung verbunden sein wird, solange die Zentralbanken nach dem Motto „keep it going“ verfahren.

Zum Schluss wollen wir uns bei Ihnen bedanken. Ihr Kapital ist ein großartiges Asset, und Sie geben uns die Freiheit, um unsere Strategie langfristig umzusetzen. Wir verspüren darum keinen Druck, einer Benchmark nachzujagen oder kurzfristiges Markttiming zu betreiben. Das ist selten. Nur wenige Manager erhalten diese Chance. Wir wissen das zu schätzen und sind motiviert diesen Vorteil zu nutzen.

Wir freuen uns auf das zweite Halbjahr und sagen Ihnen Danke für Ihr Vertrauen.

Mit besten Grüßen

Thorsten Polleit
Königstein i. T.

Matthias Riechert
London

Polleit & Riechert
Investment Management LLP

Ölmühlweg 33C
D-61462 Königstein im Taunus

St. Albans House 4th Floor
57/59 Haymarket
GB-London SW1Y 4QX

Internet: www.polleit-rieichert.com

Limited Liability Partnership

Partnership No. OC377772

Companies House

Registrar of Companies under the Limited Liability Partnerships

Disclaimer

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist Polleit & Riechert Investment Management LLP verantwortlich. Die Verfasser dieses Dokuments bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert und unterliegen nicht der NASD Rule 2711. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von in diesem Dokument genannten Edelmetallen und Wertpapieren beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die von Polleit & Riechert Investment Management LLP als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Polleit & Riechert Investment Management LLP übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln die Meinungen von Polleit & Riechert Investment Management LLP wider. Polleit & Riechert Investment Management LLP ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den positiven Anlageertrag einer in diesem Dokument beschriebenen Einschätzung kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass in diesem Dokument genannte Prognosen aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von Polleit & Riechert Investment Management LLP oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen. Weder Polleit & Riechert Investment Management LLP oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen. Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, soweit sie in diesem Dokument aufgenommen werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch Polleit & Riechert Investment Management LLP. Polleit & Riechert Investment Management LLP übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugänglichen Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen. Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung von Polleit & Riechert Investment Management LLP auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten. Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.